

SENTENZA DELLA CORTE (Quarta Sezione)

16 novembre 2017

«Rinvio pregiudiziale – Direttiva 2004/39/CE – Mercati degli strumenti finanziari – Articolo 4, paragrafo 1, punto 14 – Nozione di “mercato regolamentato” – Ambito di applicazione – Sistema a cui partecipano broker che rappresentano investitori, da un lato, e agenti di organismi di investimento collettivo di “tipo aperto” con l’obbligo di eseguire ordini relativi ai loro fondi, dall’altro lato»

Nella causa C-658/15,

avente ad oggetto la domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte, ai sensi dell’articolo 267 TFUE, dal College van Beroep voor het Bedrijfsleven (Corte d’appello per il contenzioso amministrativo in materia economica, Paesi Bassi), con decisione del 2 dicembre 2015, pervenuta in cancelleria il 7 dicembre 2015, nel procedimento

Robeco Hollands Bezit NV e a.

contro

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM),

LA CORTE (Quarta Sezione),

composta da T. von Danwitz, presidente di sezione, C. Vajda (relatore), E. Juhász, K. Jürimäe e C. Lycourgos, giudici,

avvocato generale: M. Campos Sánchez-Bordona

cancelliere: M. Ferreira, amministratore principale

vista la fase scritta del procedimento e in seguito all’udienza del 1° febbraio 2017,

considerate le osservazioni presentate:

- per la Robeco Hollands Bezit NV e a., da E. Pijnacker Hordijk e A.M. ter Haar, advocaten;
- per la Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM), da M.J. Blotwijk, advocaat, e M. van Kwawegen, in qualità di agente;
- per il governo del Regno Unito, da D. Robertson, B. Kennelly e S. Simmons, in qualità di agenti;
- per la Commissione europea, da I.V. Rogalski e F. Wilman, in qualità di agenti,

sentite le conclusioni dell’avvocato generale, presentate all’udienza del 26 aprile 2017,

ha pronunciato la seguente

Sentenza

- 1 La domanda di pronuncia pregiudiziale verte sull'interpretazione dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (GU 2004, L 145, pag. 1).
- 2 Tale domanda è stata presentata nell'ambito di una controversia tra la Robeco Hollands Bezit NV e dieci altre società, da un lato, e la Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) (autorità di vigilanza dei mercati finanziari, Paesi Bassi), dall'altro lato, in relazione all'imposizione di contributi a dette società a titolo di costi sostenuti dall'AFM nell'ambito dei propri compiti di vigilanza.

Contesto normativo

Diritto dell'Unione

Direttiva 2004/39

- 3 I considerando 2, 5 e 6 della direttiva 2004/39 enunciano quanto segue:
 - «(2) (...) è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine. (...)
 - (...)
 - (5) È necessario stabilire un regime organico che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati, in modo da garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni degli investitori nonché l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario. Occorre creare un quadro coerente e sensibile al rischio che regolamenti i principali tipi di sistemi di esecuzione degli ordini esistenti attualmente nel mercato finanziario europeo. (...)
 - (6) Occorre introdurre definizioni di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione che siano strettamente allineate, in modo da riflettere il fatto che entrambi esplicano la stessa funzione di negoziazione organizzata. Le definizioni dovrebbero escludere i sistemi bilaterali dove un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per proprio conto e non come controparte interposta tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di rischi. Il termine "sistema" comprende tutti i mercati che sono costituiti da una serie di regole e da una piattaforma di negoziazione nonché quelli che funzionano esclusivamente in base a una serie di regole. I mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione non sono tenuti a gestire un sistema "tecnico" per il confronto

(“matching”) degli ordini. Un mercato costituito esclusivamente da una serie di regole che disciplinano aspetti relativi all’acquisizione della qualità di membri, all’ammissione di strumenti alla negoziazione, alla negoziazione tra membri, agli obblighi di notifica e, se del caso, di trasparenza, è un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi della presente direttiva e le operazioni concluse in base a tali regole sono considerate come concluse nell’ambito del sistema di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. I termini “interessi di acquisto e di vendita” vanno intesi in senso ampio ed includono ordini, quotazioni di prezzi e manifestazioni di interesse. Con la formula “consentire l’incontro al suo interno ed in base a regole non discrezionali stabilite dal gestore del sistema” si intende che l’incontro degli interessi ha luogo in base alle regole del sistema o tramite i protocolli o le procedure operative interne del sistema (comprese le procedure incorporate nel software informatico). (...)».

4 L’articolo 4, paragrafo 1, punti 6, 7, 14, 15 e 17, di detta direttiva così recita:

«Ai fini della presente direttiva si intende per:

(...)

6) “negoziazione per conto proprio”: contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna posizioni proprie;

7) “internalizzatore sistematico”: un’impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione;

(...)

14) “mercato regolamentato”: sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l’incontro – al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e ai sensi delle disposizioni del titolo III;

15) “sistema multilaterale di negoziazione”: sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro – al suo interno ed in base a regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ai sensi delle disposizioni del titolo II;

(...)

17) “strumento finanziario”: qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell’allegato I;

(...)».

- 5 La menzionata sezione C riporta, al punto 3, le «[q]uote di un organismo di investimento collettivo».

Diritto olandese

- 6 Ai sensi dell'articolo 1:40, paragrafo 1, della Wet op het financieel toezicht (legge sulla supervisione finanziaria; in prosieguo: la «Wft») l'autorità di vigilanza addebita i costi delle attività da essa svolte, in esecuzione delle funzioni affidatele dalla legge, alle imprese interessate da tali attività, nei limiti in cui detti costi non sono a carico del bilancio del Regno.
- 7 Ai sensi degli articoli 5, 6 e 8, paragrafo 1, lettera i), punto 4, del Besluit bekostiging financieel toezicht (decreto sul finanziamento della supervisione finanziaria), l'AFM ha la facoltà di imporre a tal fine dei contributi alle emittenti, ai sensi dell'articolo 5:60, paragrafo 1, lettera a), della Wft.
- 8 A norma dell'articolo 5:60, paragrafo 1, lettera a), della Wft, chiunque determini o contribuisca a determinare la gestione quotidiana di un emittente avente sede nei Paesi Bassi che abbia emesso o intenda emettere gli strumenti finanziari di cui all'articolo 5:56, paragrafo 1, lettera a), di detta legge, oppure chi abbia avuto l'iniziativa di un contratto di compravendita relativo ad uno strumento finanziario di cui a tale disposizione, diverso da un valore mobiliare, o chi proponga un contratto di compravendita relativo ad uno strumento finanziario di cui a tale disposizione, diverso da un valore mobiliare, deve notificare, entro cinque giorni feriali dalla data dell'operazione, le operazioni effettuate o gli ordini impartiti per proprio conto aventi ad oggetto quote dell'organismo emittente di cui, rispettivamente, all'articolo 5:60, paragrafo 1, lettere a), b) e c), della Wft, o strumenti finanziari il cui valore dipende dal valore di siffatte quote.
- 9 Ai sensi dell'articolo 5:56, paragrafo 1, lettera a), della Wft, a qualunque persona facente parte di una delle categorie indicate al paragrafo 2 di tale articolo è vietato abusare di informazioni privilegiate concludendo un'operazione o impartendo un ordine nei Paesi Bassi o dai Paesi Bassi, o da un paese non membro dell'Unione europea, relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato per il quale è stata rilasciata un'autorizzazione, ai sensi dell'articolo 5:26, paragrafo 1, di detta legge, o in un sistema multilaterale di negoziazione per il quale l'organismo di investimento dispone di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 2:96 di tale legge o per il quale è stata richiesta l'ammissione a siffatto sistema
- 10 L'articolo 1:1 della Wft così recita:

«mercato regolamentato: sistema multilaterale, che consente o facilita l'incontro – al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che funziona regolarmente e ai sensi delle disposizioni vigenti in materia di concessione di autorizzazione e di controllo».

Procedimento principale e questione pregiudiziale

- 11 Le ricorrenti di cui al procedimento principale sono organismi di investimento di «tipo aperto». Per negoziare le quote dei loro fondi, sono ricorse al sistema «Euronext Fund Services» (nel prosieguo: il «sistema EFS»), un segmento della Euronext Amsterdam

NV (in prosieguo: la «Euronext»), autorizzata ad amministrare o gestire un mercato regolamentato in forza dell'articolo 5:26, paragrafo 1, della Wft.

- 12 Dalla decisione di rinvio risulta che il sistema EFS è un sistema di negoziazione separato, in cui sono negoziate unicamente quote di fondi d'investimento di «tipo aperto». I suoi membri includono agenti di fondi d'investimento e broker. Questi ultimi raccolgono gli ordini di acquisto e di vendita degli investitori e li trasmettono all'agente del rispettivo fondo di investimento. Le transazioni si fanno su prezzo «a termine», nel senso che quando il broker colloca un ordine presso un agente del fondo entro le ore 16, quest'ultimo esegue l'ordine il giorno successivo alle ore 10 sulla base del valore intrinseco del fondo d'investimento, aggiustato per tener conto dei costi di transazione.
- 13 Con una serie di decisioni, confermate dalla decisione del 13 dicembre 2012, l'AFM ha imposto alle ricorrenti di cui al procedimento principale contributi per gli anni dal 2009 al 2012 ai sensi dell'articolo 1:40 della Wft. Tale autorità ha ritenuto che detti contributi fossero dovuti in quanto il sistema EFS sarebbe un «mercato regolamentato», ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39, trasposto nel diritto neerlandese con l'articolo 1:1 della Wft. In base a ciò, l'articolo 5:60 della Wft si applicherebbe agli amministratori e ai sindaci delle società ricorrenti.
- 14 In seguito al rigetto del ricorso avverso tale decisione di conferma da parte del Rechtbank Rotterdam (Tribunale di Rotterdam, Paesi Bassi), le ricorrenti di cui al procedimento principale hanno adito il giudice del rinvio, il quale si chiede se il sistema EFS rientri o meno nella definizione di «mercato regolamentato» contemplata dalla citata disposizione della direttiva 2004/39.
- 15 Secondo il giudice del rinvio, diversi elementi fanno pensare che il sistema EFS non sia un sistema multilaterale e, pertanto, non costituisca un mercato regolamentato ai sensi della disposizione in parola.
- 16 In primo luogo, il giudice del rinvio ritiene che il sistema EFS abbia piuttosto le caratteristiche di un sistema bilaterale in cui, come risulta, in particolare, dal considerando 6 della direttiva 2004/39, le transazioni avvengono esclusivamente tra l'organismo di investimento e l'investitore. A tal proposito rileva che, nell'ambito del sistema EFS, l'agente del fondo e il broker rappresentano, rispettivamente, l'organismo di investimento e l'investitore, e che il primo esegue sempre gli ordini del secondo.
- 17 In secondo luogo, il giudice del rinvio constata che non vi è obbligo di notifica delle transazioni concluse facendo ricorso al sistema EFS. Secondo il giudice del rinvio, nei limiti in cui il considerando 6 menziona le regole di un mercato regolamentato relative, in particolare, alla notifica delle transazioni, si può dedurre che un sistema in cui hanno luogo esclusivamente operazioni non soggette all'obbligo di notifica non può essere considerato un «mercato regolamentato».
- 18 In tale contesto, il giudice del rinvio ritiene che discenda dal regolamento (CE) n. 1287/2006 della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39 per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva (GU 2006, L 241, pag. 1) che transazioni effettuate sul mercato primario non siano soggette ad obbligo di notifica, di modo che un sistema quale il sistema EFS, nell'ambito del quale sono realizzate unicamente transazioni sul mercato primario, non può essere qualificato come «mercato regolamentato».

- 19 In terzo luogo, il giudice del rinvio ricorda che il prezzo delle quote nel sistema EFS è determinato dal loro valore intrinseco mentre, secondo le ricorrenti di cui al procedimento principale, il prezzo degli strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati è il risultato del gioco di domanda e offerta.
- 20 In quarto luogo, tale giudice ritiene che, poiché il rischio di manipolazione del mercato o di negoziazione sulla base di informazioni privilegiate è molto limitato nell'ambito del sistema EFS, l'interpretazione secondo cui quest'ultimo non è un mercato regolamentato non sia contraria agli obiettivi della direttiva 2004/39.
- 21 Tuttavia, il giudice del rinvio non esclude la tesi contraria secondo cui il sistema EFS costituisce un mercato regolamentato, ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39. Esso rileva che detto sistema è gestito autonomamente dalla Euronext che è stata a ciò autorizzata. Detto giudice ritiene che il sistema EFS possa essere definito multilaterale, in quanto ad esso sono collegati diversi broker e agenti di fondi d'investimento, la negoziazione riguarda quote di più organismi di investimento e gli ordini sono collocati da più parti. Secondo il giudice del rinvio, il termine «terzi» impiegato in tale disposizione, interpretato nel suo significato corrente, designa qualunque utente del sistema. Inoltre, i rispettivi interessi di acquirenti e venditori nel sistema EFS si incontrano e sfociano in contratti, e il funzionamento del sistema è sottoposto a regole non discrezionali contenute in due documenti intitolati «*EFS Trading Manual*» (manuale di negoziazione del sistema EFS) e «*TCS-web user Guide to the EFS*» (guida all'utilizzo TCS-web del sistema EFS).
- 22 Il giudice del rinvio ritiene parimenti che non si possa direttamente dedurre dal considerando 6 e dall'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39 che la mancanza del requisito della notifica nonché della formazione del prezzo sulla base di domanda e offerta esclude che il sistema EFS sia qualificabile come «mercato regolamentato».
- 23 In tale contesto, il College van Beroep voor het bedrijfsleven (Corte d'appello per il contenzioso amministrativo in materia economica, Paesi Bassi) ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte la seguente questione pregiudiziale:
- «Se un sistema al quale partecipano più agenti di fondo e broker che in tale sistema rappresentano nelle operazioni, rispettivamente, organismi di investimento "open end" (di tipo aperto) e investitori, e che di fatto si limita a facilitare siffatti organismi "open end" (di tipo aperto) quanto al loro obbligo di eseguire ordini di acquisto e di vendita di quote di partecipazione collocati dagli investitori, debba essere considerato come un mercato regolamentato, ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva [2004/39] e, in tal caso, quali caratteristiche siano determinanti a tal fine».

Sulla questione pregiudiziale

- 24 Con la sua questione, il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se l'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39 debba essere interpretato nel senso che, in base a tale disposizione, un sistema di negoziazione nell'ambito del quale più agenti di fondi d'investimento e broker rappresentano, rispettivamente, organismi di investimento di «tipo aperto» e investitori, e che ha l'unico fine di assistere tali organismi di investimento nel loro obbligo di eseguire gli ordini di acquisto e di vendita di quote collocate da tali investitori, rientra nella nozione di «mercato regolamentato».

- 25 Se è vero che spetta unicamente al giudice del rinvio pronunciarsi sulla qualificazione del sistema EFS in funzione delle circostanze proprie del caso di cui al procedimento principale, ciò non toglie che la Corte è competente a desumere dalle disposizioni della direttiva 2004/39, nel caso di specie dall'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, i criteri che il giudice nazionale può o deve applicare a tal fine (v., in tal senso, sentenza del 3 dicembre 2015, *Banif Plus Bank*, C-312/14, EU:C:2015:794, punto 51 e giurisprudenza ivi citata).
- 26 L'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39 definisce un mercato regolamentato come un sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro – al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e ai sensi delle disposizioni del titolo III di detta direttiva.
- 27 A tal proposito, risulta dalla decisione di rinvio che talune delle caratteristiche di un mercato regolamentato precisate in tale definizione sono effettivamente presenti nel sistema EFS. Infatti, secondo il giudice del rinvio, il sistema EFS è amministrato dalla Euronext ed è soggetto a regole non discrezionali, ossia alle regole contenute nei due documenti rilasciati dallo stesso, intitolati «*EFSTrading Manual*» e «*TCS-web user Guide to the EFS*». Gli ordini passati nell'ambito del sistema EFS dai broker agli agenti di fondi d'investimento hanno come esito la conclusione di contratti aventi ad oggetto quote di detti fondi. Inoltre, nulla fa pensare che l'autorizzazione all'amministrazione del sistema EFS ottenuta dalla Euronext non sia conforme alle disposizioni del titolo III della direttiva 2004/39, circostanza quest'ultima che spetta al giudice del rinvio verificare.
- 28 Si deve parimenti constatare che le quote di fondi di investimento costituiscono «strument[i] finanziari[i]» ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 17, della direttiva 2004/39, in combinato disposto con l'allegato I, sezione C, punto 3, della stessa.
- 29 Per rispondere alla questione del giudice del rinvio, rimane quindi da esaminare se un simile sistema di negoziazione debba essere considerato come un sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro di interessi multipli di acquisto e vendita di terzi, ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39.
- 30 Sebbene la nozione di sistema multilaterale non sia definita, in quanto tale, dalla direttiva, il considerando 6 di quest'ultima indica che la definizione delle nozioni di «mercato regolamentato» e di «sistema multilaterale di negoziazione», i quali sono i due tipi di sistema multilaterale oggetto della direttiva, dovrebbe escludere i sistemi bilaterali, nell'ambito dei quali un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per proprio conto e non come controparte interposta tra l'acquirente e il venditore. Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 6, della direttiva 2004/39, negoziare per conto proprio significa impegnare posizioni proprie al fine di concludere operazioni riguardanti strumenti finanziari.
- 31 Dalla netta distinzione tra sistema multilaterale e sistema bilaterale si deve dedurre che l'operatore di mercato o l'impresa di investimento che amministra un sistema multilaterale agisce senza assunzione di rischi e senza impegnare posizioni proprie nella conclusione di transazioni effettuate in seno a tale sistema. In conformità alla definizione di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39, tale intermediazione avviene tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi, i quali ultimi vanno intesi

come tutte le persone fisiche o giuridiche separate e indipendenti dal sistema di negoziazione e dal suo operatore.

- 32 Le spiegazioni fornite dal giudice del rinvio mirano ad indicare che il sistema EFS è dotato di tali caratteristiche e deve quindi essere considerato come un «mercato regolamentato», ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39.
- 33 Infatti, in primo luogo, risulta che le transazioni di acquisto e di vendita di quote di organismi di investimento di «tipo aperto» tra i broker, che rappresentano gli investitori, e gli agenti di fondi di detti organismi di investimento sono eseguiti in seno al sistema EFS, che non assume rischi né impegna proprie posizioni nell'ambito di dette transazioni.
- 34 In tale contesto, la tesi secondo cui il sistema EFS ha piuttosto le caratteristiche di un sistema bilaterale, dal momento che è, in realtà, sempre un organismo di investimento che esegue al proprio interno l'ordine di un investitore, non può essere accolta. Come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 92 delle sue conclusioni, tale tesi non considera l'intervento della Euronext, che amministra il sistema EFS in quanto operatore indipendente nell'ambito di dette transazioni, intervento che non sussiste nella negoziazione bilaterale.
- 35 A tal proposito, come osservato dal governo del Regno Unito, il fatto che, in un sistema quale il sistema EFS, non vi siano negoziazioni tra i diversi broker o tra i diversi agenti di fondi di investimento è inconferente, dal momento che, nell'ambito di detto sistema, questi ultimi possono concludere transazioni con molteplici broker, e viceversa.
- 36 In secondo luogo, si deve considerare che l'incontro di interessi multipli di acquisto e vendita di terzi è costituito dalla presenza, in seno al sistema EFS, di broker che rappresentano investitori nonché agenti di fondi d'investimento.
- 37 Da un lato, tali broker e agenti sono terzi rispetto a detto sistema, nei limiti in cui sono separati e indipendenti.
- 38 Dall'altro lato, il fatto, evidenziato dal giudice del rinvio nonché dalle ricorrenti di cui al procedimento principale, che gli agenti e i loro fondi d'investimento eseguano unicamente e obbligatoriamente gli ordini di emissione e di riacquisto di quote dei fondi d'investimento che ricevono attraverso il sistema EFS non può impedire che, in virtù della presenza degli agenti nonché dei broker medesimi in seno al sistema, vi si operi l'incontro di interessi multipli di acquisto e vendita. Infatti, tenuto conto, in particolare, dell'accezione molto ampia dell'espressione «interessi di acquisto e di vendita» di cui al considerando 6 della direttiva 2004/39, tale espressione non può essere interpretata nel senso di escludere le posizioni di un partecipante al sistema di negoziazione per la sola ragione che dipendono da un obbligo di riacquisire od emettere tali quote.
- 39 In terzo luogo, il giudice del rinvio nonché le ricorrenti di cui al procedimento principale identificano talune caratteristiche del sistema EFS, relative alla mancanza dell'obbligo di notifica delle transazioni eseguite nell'ambito del sistema, al fatto che si tratti di transazioni di tipo primario, al fatto che il prezzo non risulti direttamente dal gioco di domanda e offerta, ma dal valore intrinseco delle quote acquisite o vendute, stabilito il giorno successivo a quello in cui gli ordini sono passati, nonché al limitato rischio di manipolazione del mercato o di negoziazioni basate su informazioni privilegiate. Il giudice del rinvio e le ricorrenti ritengono che le indicate caratteristiche militino contro la qualifica del sistema in parola quale mercato regolamentato.

- 40 Orbene, nessuna di dette caratteristiche, anche a volerle ritenere vere, può essere considerata incompatibile con la nozione di «mercato regolamentato», quale definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39.
- 41 Infatti, come rilevato dall'AFM, dal governo del Regno Unito e dalla Commissione europea nelle osservazioni scritte, tale disposizione non contiene alcuna precisazione o limitazione relativa al funzionamento dei mercati regolamentati per quanto concerne la notifica o meno delle transazioni, il carattere primario o secondario di queste ultime o la formazione dei prezzi delle transazioni.
- 42 Per quanto concerne, più in particolare, la notifica delle transazioni, si deve rilevare che il riferimento, nel considerando 6 della direttiva 2004/39, al fatto che un mercato costituito esclusivamente da una serie di regole che disciplinano aspetti relativi, tra l'altro, agli obblighi di notifica delle transazioni è un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione, indica solamente che, ai fini della qualifica di mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione, basta che un sistema sia dotato di tali caratteristiche. Da ciò non si può dedurre che la notifica delle transazioni sarebbe una caratteristica necessaria per una simile qualifica.
- 43 Quanto all'argomento relativo, in sostanza, alla non necessità di qualificare il sistema EFS come «mercato regolamentato», alla luce del limitato rischio di abuso nell'esecuzione delle transazioni, detto argomento non può essere accolto. Infatti, come sottolineato dalla Commissione nelle sue osservazioni scritte, l'obiettivo delle disposizioni della direttiva 2004/39 relative ai mercati regolamentati non si limita alla prevenzione degli abusi. Come discende, in particolare, dai considerando 2 e 5 della direttiva in parola, tali disposizioni mirano, in senso più ampio, ad assicurare l'armonizzazione necessaria per offrire agli investitori un livello elevato di protezione, stabilendo un regime organico che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, in modo da garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni nonché l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario.
- 44 Alla luce delle considerazioni che precedono, si deve rispondere alla questione sollevata dichiarando che l'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39 dev'essere interpretato nel senso che rientra nella nozione di «mercato regolamentato», ai sensi di tale disposizione, un sistema di negoziazione nell'ambito del quale più agenti di fondi d'investimento e broker rappresentano, rispettivamente, organismi di investimento di «tipo aperto» e investitori, e che ha l'unico fine di assistere tali organismi di investimento nel loro obbligo di eseguire gli ordini di acquisto e di vendita di quote collocati da tali investitori.

Sulle spese

- 45 Nei confronti delle parti nel procedimento principale la presente causa costituisce un incidente sollevato dinanzi al giudice nazionale, cui spetta quindi statuire sulle spese. Le spese sostenute da altri soggetti per presentare osservazioni alla Corte non possono dar luogo a rifusione.

Per questi motivi, la Corte (Quarta Sezione) dichiara:

L'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti

finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, dev'essere interpretato nel senso che rientra nella nozione di «mercato regolamentato», ai sensi di tale disposizione, un sistema di negoziazione nell'ambito del quale più agenti di fondi d'investimento e broker rappresentano, rispettivamente, organismi di investimento di «tipo aperto» e investitori, e che ha l'unico fine di assistere tali organismi di investimento nel loro obbligo di eseguire gli ordini di acquisto e di vendita di quote collocati da tali investitori.